

顺应市场，行稳致远

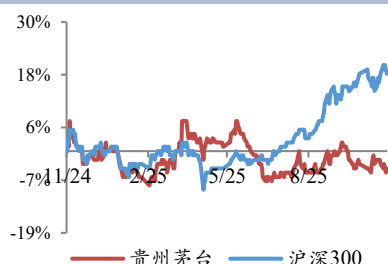
——贵州茅台 25Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-02

收盘价（元）	1,430.01
近 12 个月最高/最低（元）	1,626.12/1,373.10
总股本（百万股）	1,252
流通股本（百万股）	1,252
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	17,908
流通市值（亿元）	17,908

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

➤ 公司发布 2025Q3 业绩：

- **25Q3：**营收 398.10 亿元（+0.35%），归母 192.24 亿元（+0.48%），扣非 192.90 亿元（+0.95%）。
- **25Q1-3：**营收 1309.04 亿元（+6.32%），归母 646.27 亿元（+6.25%），扣非 646.81 亿元（+6.42%）。
- **25Q3 表现符合市场预期。**

● 收入：茅台酒发力、系列酒顺应市场

- 分产品：25Q3 公司茅台酒/系列酒营收各同比+7.3%/-34.0%，茅台酒营收占比白酒业务同比+5.5pct 至 89.4%。我们预计茅台酒高增主因提前完成飞天打款任务，叠加非标产品加大投放力度。系列酒走弱预计主因茅台 1935 受千元价格带需求走弱拖累，整体表现与行业动销下滑幅度基本匹配。
- 分渠道：25Q3 公司直销/批发营收各同比-14.9%/+14.4%，直销渠道营收占比白酒业务同比-7.2pct 至 39.8%，直销渠道下滑幅度较大主因 i 茅台渠道在非标批价走弱+茅台 1935 需求承压下动销较差，同期 i 茅台/“直销-i 茅台”营收各同比-57.2%/-0.9%，其他直销渠道基本持平。公司通过经销渠道提前完成全年打款任务，以对冲直销渠道经营压力。

● 利润：盈利水平维持稳定

- 25Q3 公司毛利率同比+0.2pct 至 91.28%，主因茅台酒占比提升。同期，公司销售/管理/财务/税金及附加费率各同比-1.02/-0.33/+0.33/+0.66pct，费用投放相对稳定。综上，25Q3 公司归母净利率同比+0.06pct 至 48.29%。

● 回款质量：现金流表现好于营收

- 25Q3 公司销售收现同比+2.7%，“营收+△合同负债”同比+5.3%，现金流表现略好于营收，我们预计主因飞天打款任务提前完成所致。
- 25Q3 末公司合同负债 77.49 亿元，同比/环比各-21.82/+22.42 亿元，公司更为注重渠道健康度，Q3 发货节奏相对克制。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

25Q3 公司茅台酒通过产品结构、渠道打款节奏等多种方式努力实现增长，体现公司强品牌力下经营韧性；系列酒则顺应市场环境主动降速，我们预计原定全年目标或有放松，为持续发展减轻包袱。后续关注公司管理层换届后的边际变化，以及宏观环境好转催化需求。

盈利预测：考虑到宏观需求恢复较慢，我们调整前期预测，预计公司2025-2027 年实现营业总收入 1834.0/1915.4/2034.6 亿元（原值 1901.3/2050.4/2183.1 亿元），同比+5.3%/+4.4%/+6.2%；实现归母净利润 903.3/948.1/1012.3 亿元（原值 939.4/1020.3/1090.7 亿元），同比+4.8%/+5.0%/6.8%；当前股价对应 PE 分别为 20/19/18 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

行业景气度不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	174144	183401	191544	203464
收入同比（%）	15.7%	5.3%	4.4%	6.2%
归属母公司净利润	86228	90332	94808	101234
净利润同比（%）	15.4%	4.8%	5.0%	6.8%
毛利率（%）	91.9%	91.3%	90.9%	90.8%
ROE（%）	37.0%	33.2%	29.7%	27.3%
每股收益（元）	68.64	72.13	75.71	80.84
P/E	22.20	19.82	18.89	17.69
P/B	8.21	6.58	5.60	4.84
EV/EBITDA	15.43	13.19	12.28	11.21

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 10 月 31 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	251727	316387	371437	427175	营业收入	174144	183401	191544	203464
现金	59296	121645	173173	222169	营业成本	13895	15720	17137	18558
应收账款	19	0	0	0	营业税金及附加	26926	27848	29081	30898
其他应收款	30	31	33	35	销售费用	5639	6120	6297	6590
预付账款	27	31	33	36	管理费用	9316	9180	9398	9786
存货	54343	58409	59845	68277	财务费用	-1470	-1057	-2180	-3107
其他流动资产	138012	136272	138353	136658	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	47218	49048	50746	52313	公允价值变动收益	61	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	9	0	0	0
固定资产	21871	22456	22894	23188	营业利润	119689	125383	131593	140509
无形资产	8850	9700	10550	11400	营业外收入	71	71	71	71
其他非流动资产	16496	16892	17302	17725	营业外支出	121	121	121	121
资产总计	298945	365435	422184	479487	利润总额	119639	125333	131543	140459
流动负债	56516	80586	86515	89554	所得税	30304	31746	33319	35577
短期借款	0	0	0	0	净利润	89335	93587	98224	104881
应付账款	3515	2123	4027	2636	少数股东损益	3107	3254	3416	3647
其他流动负债	53001	78463	82488	86918	归属母公司净利润	86228	90332	94808	101234
非流动负债	417	417	417	417	EBITDA	120233	126568	131788	139908
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	68.64	72.13	75.71	80.84
其他非流动负债	417	417	417	417					
负债合计	56933	81003	86932	89972					
少数股东权益	8905	12160	15575	19223					
股本	1256	1256	1256	1256					
资本公积	1375	1375	1375	1375					
留存收益	230475	269641	317045	367662					
归属母公司股东权益	233106	272272	319676	370293					
负债和股东权益	298945	365435	422184	479487					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	92464	117772	103189	103870	成长能力				
净利润	89335	93587	98224	104881	营业收入	15.7%	5.3%	4.4%	6.2%
折旧摊销	2085	2242	2374	2506	营业利润	15.4%	4.8%	5.0%	6.8%
财务费用	14	10	10	10	归属于母公司净利	15.4%	4.8%	5.0%	6.8%
投资损失	-9	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	1919	21883	2530	-3578	毛利率（%）	91.9%	91.3%	90.9%	90.8%
其他经营现金流	86535	71753	95744	108509	净利率（%）	50.5%	50.2%	50.4%	50.7%
投资活动现金流	-1785	-4247	-4247	-4247	ROE（%）	37.0%	33.2%	29.7%	27.3%
资本支出	-4678	-3550	-3550	-3550	ROIC（%）	36.4%	32.6%	28.8%	26.3%
长期投资	2805	-697	-697	-697	偿债能力				
其他投资现金流	88	0	0	0	资产负债率（%）	19.0%	22.2%	20.6%	18.8%
筹资活动现金流	-71068	-51176	-47414	-50627	净负债比率（%）	23.5%	28.5%	25.9%	23.1%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.45	3.93	4.29	4.77
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.09	1.52	2.03	2.49
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.60	0.54	0.48	0.44
其他筹资现金流	-71068	-51176	-47414	-50627	应收账款周转率	4307.61	—	—	—
现金净增加额	19610	62349	51528	48996	应付账款周转率	4.17	5.54	5.54	5.54

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	68.64	72.13	75.71	80.84	P/E	22.20	19.82	18.89	17.69
每股经营现金流（摊薄）	73.84	94.05	82.40	82.95	P/B	8.21	6.58	5.60	4.84
每股净资产	185.56	217.42	255.28	295.70	EV/EBITDA	15.43	13.19	12.28	11.21

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。